

# 제이콘텐트리 (036420)

김희재 **이재은**  
jeeeun.lee@daishin.com  
hojae.kim@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **58,000**  
유지

현재주가 **39,300**  
(21.08.26)

미디어업종

## D.P. 첫 오리지널

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 58,000원 유지

- 22E EPS 1,853원에 PER 30배 적용(최근 5년 평균 대비 30% 할증)

### 넷플릭스향 첫 오리지널 작품 공급

- 8/27 넷플릭스향 첫 오리지널 드라마 <D.P(Deserter Pursuit)> 공개. 6부작이고, 회당 제작비는 보통 작품들의 2배 수준인 텐트폴로 추정
- JTBC스튜디오가 지분 95%를 보유한 클라이맥스 스튜디오에서 제작
- JCon은 20.5월부터 넷플릭스와 3년간 약 20여편의 JTBC-넷플릭스 동시방영 드라마를 공급하고, 넷플릭스향 오리지널 드라마를 연평균 2~3편 가량 공급하는 계약 체결. <D.P>는 계약 이후 등장한 첫 넷플릭스향 오리지널 드라마
- 현재 제작이 확정된 넷플릭스향 오리지널 드라마는 21년 하반기 방영 예정인 <D.P>, <지금 우리 학교는>, <지옥>, 그리고 21년 하반기 또는 22년 중 방영할 것으로 전망되는 <종이의 집>, <안나라수마나라>, <모범가족> 등 6편
- OTT향 오리지널 드라마가 중요한 이유는, 당사 추정 제작비 대비 작품 마진이 15% 이상으로 상당히 안정적인 수익을 달성할 수 있고, 분기별 실적의 변동성을 줄여줄 수 있으며, 특히, 넷플릭스에 공급할 경우 글로벌 동시방영을 통해 타 OTT에도 제작능력을 인정받을 수 있는 좋은 레퍼런스가 형성되기 때문

### 작품수가 증가하고 오리지널 작품이 편성되면 상각 우려는 크지 않음

- JCon의 주가는 2Q 방송부문의 실적 부진으로 실적발표일 이후 17% 하락
- 2Q 방송의 실적 부진은 편성이 일시적으로 위축되고, 텐트폴 등 대작이 부재하여 매출이 감소한 상황에서, 1Q에 방영된 텐트폴인 <시지프스>에 대한 판권 상각이 2Q에 집중되면서 비용 부담이 발생했기 때문
- 향후에도 JTBC-넷플릭스 동시방영 작품의 경우는 방영시점부터 6개월간 상각하기 때문에, 초기에 비용부담 발생. 하지만, 방영 매출 및 판권 판매 등 매출이 꾸준히 우상향하는 구간에서는 가속 상각이 실적에 미치는 영향은 크지 않음
- 특히, <D.P>와 같은 오리지널 작품은 당분기에 제작비와 마진을 포함한 매출을 모두 인식하기 때문에 상각 이슈가 없어서, 오리지널 작품의 역할이 중요
- 스튜디오 드래곤도 동시방영의 경우 6개월 가속상각을 하지만, 작품수가 꾸준히 증가하고, 텐트폴과 오리지널이 꾸준히 분포되는 과정에서 실적 변동성 감소
- JCon은 Wiip, 클라이맥스, 프로덕션H 등 국내외 13개의 제작사를 보유 중이어서, 국내외 제작 물량이 꾸준히 우상향하면서 실적 변동성의 점진적 감소 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

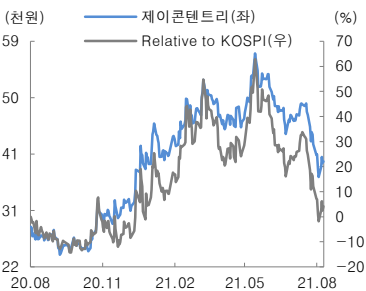
(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	530	364	612	702	811
영업이익	34	-57	3	61	91
세전순이익	19	-169	-12	56	86
총당순이익	11	-154	-14	43	66
자비자분순이익	1	-135	-20	33	51
EPS	78	-8,422	-1,147	1,853	2,905
PER	494.4	NA	NA	21.2	13.5
BPS	22,129	12,112	14,029	15,426	18,331
PBR	1.7	3.1	2.8	2.5	2.1
ROE	0.3	-52.6	-9.0	12.8	17.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출 / 자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research Center

KOSPI	3128.53
시가총액	693십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	57,000원 / 24,000원
120일 평균거래대금	65억원
외국인지분율	7.85%
주요주주	중앙홀딩스 외 2 인 45.55% 국민연금공단 9.73%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.0	-26.3	-12.0	42.9
상대수익률	-13.4	-25.3	-15.2	8.2



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	583	710	612	702	4.8	-1.1
판매비와 관리비	215	249	221	252	2.9	1.5
영업이익	6	63	3	61	-45.4	-2.7
영업이익률	1.1	8.9	0.6	8.7	-0.5	-0.1
영업외손익	-16	-5	-16	-5	적자유지	적자유지
세전순이익	-9	58	-12	56	적자유지	-2.9
지배지분순이익	-19	34	-20	33	적자유지	-3.6
순이익률	-2.2	6.2	-2.3	6.1	적자유지	-0.1
EPS(지배지분순이익)	-1,097	1,922	-1,147	1,853	적자유지	-3.6

자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research Center

SOTP Valuation

(십억원, %, 원)

항목	세부항목	기업가치	지분율	적정가치	주당가치
A	영업가치	19,436		11,731	66,499
	메가박스	3,251	93.0%	3,023	17,139
	JTBC 스튜디오	16,185	53.8%	8,708	49,360
B	비영업가치				
C	총기업가치(A+B)	19,436		11,731	66,499
D	순차입금	1,103		1,103	6,253
E	주주가치(C-D)	18,333		10,628	60,246

자료: 대신증권 Research Center.

주: 메가박스 가치는 20년말 R로부터 지분 19.5%를 재취득하는 과정에서 산정한 가치 17.5월에 R에게 지분 19.5%를 매각할 당시에 산정한 가치는 5,650억원이었음

주: JTBC스튜디오의 가치는 21.4월 CB 4천억원 발행시 산정한 가치이고, JCon의 지분율은 CB 전환을 반영한 지분율 CB 전환 전 지분율은 71.2%

JCon 의 판권 상각 회계 정리

판권 상각 회계

- 매출과 방영권료는 방영 회차가 포함된 분기에 인식
- 방영권료는 비용으로 반영, 방영권료를 제외하고 JCon이 부담하는 제작비에 대해서는 판권(무형자산)으로 인식 후 방영 회차가 포함된 월부터 18개월 동안 정액 상각
- 방영 후 재방송 VOD 및 해외 판매 등 추가 유통이 가능하기 때문. 단, 추가 유통 가능성에 대한 검사를 통해 가능성이 낮을 경우 잔존 판권을 전액 상각
- 4Q20부터 적용

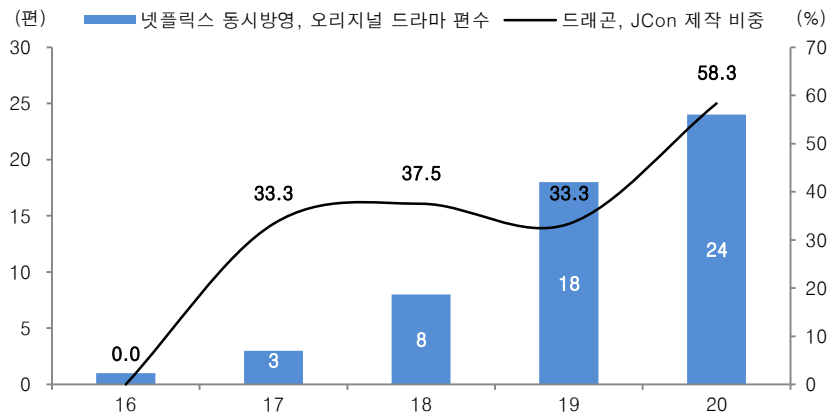
- 1) JTBC향 드라마는 방영권료를 제외한 부분을 판권으로 인식 후 18개월 동안 정액 상각
- 2) JTBC와 OTT 동시방영의 경우는 JTBC 방영권료를 제외한 부분을 판권으로 인식 후 6개월 동안 정액 상각. OTT의 경우 글로벌 OTT로의 판매가 대부분이어서 추가 유통이 어렵다고 판단되어 6개월간 상각
- 3) OTT향 오리지널 드라마는 제작 마진(약 15~20%) 정도를 보장받고 납품하는 것이기 때문에 판권이 없어서 상각 대상 아님
- 4) 예능 및 단막극은 종영 후 1개월 이내 즉시 비용 처리

표 1. 21년 인수 제작사 및 주요 라인업

제작사	라이브러리	주요 작품 라인업
Wip	애플 TV+ <Dickinson> 시즌 1, 2 Roku <dummy> HBO Max <Mare of Easttown>	애플 TV+ <Dickinson> 시즌 3 BBC <Toast of Tinseltown> 시즌 4
콘텐츠지음	<이태원 클라쓰>, <런온>, <고백부부>	tN <간 떨어지는 동가>, Netflix <중이의 집> 한국판, Netflix <안나카슈마리나>
클라이맥스 스튜디오	<방법>, <초미의 관심사>	Netflix <지옥>, Netflix <D.P.>, 영화 <콘크리트 유토피아>
프로덕션 에이치	<외 삼광빌라>, <좋아하면 울리는2>, <저스티스>	tN <하이클래스>, Netflix <모범가족>

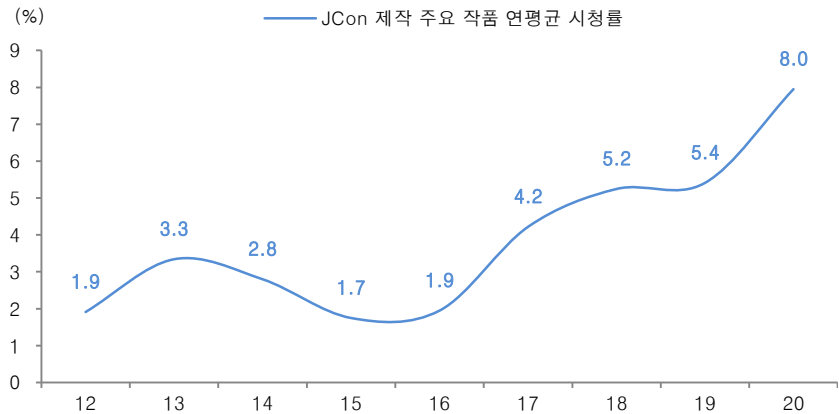
자료: JCon, 대신증권 Research Center

그림 1. 넷플릭스 동시방영 및 오리지널 드라마의 드래곤, JCon 비중 증가



자료: 대신증권 Research Center

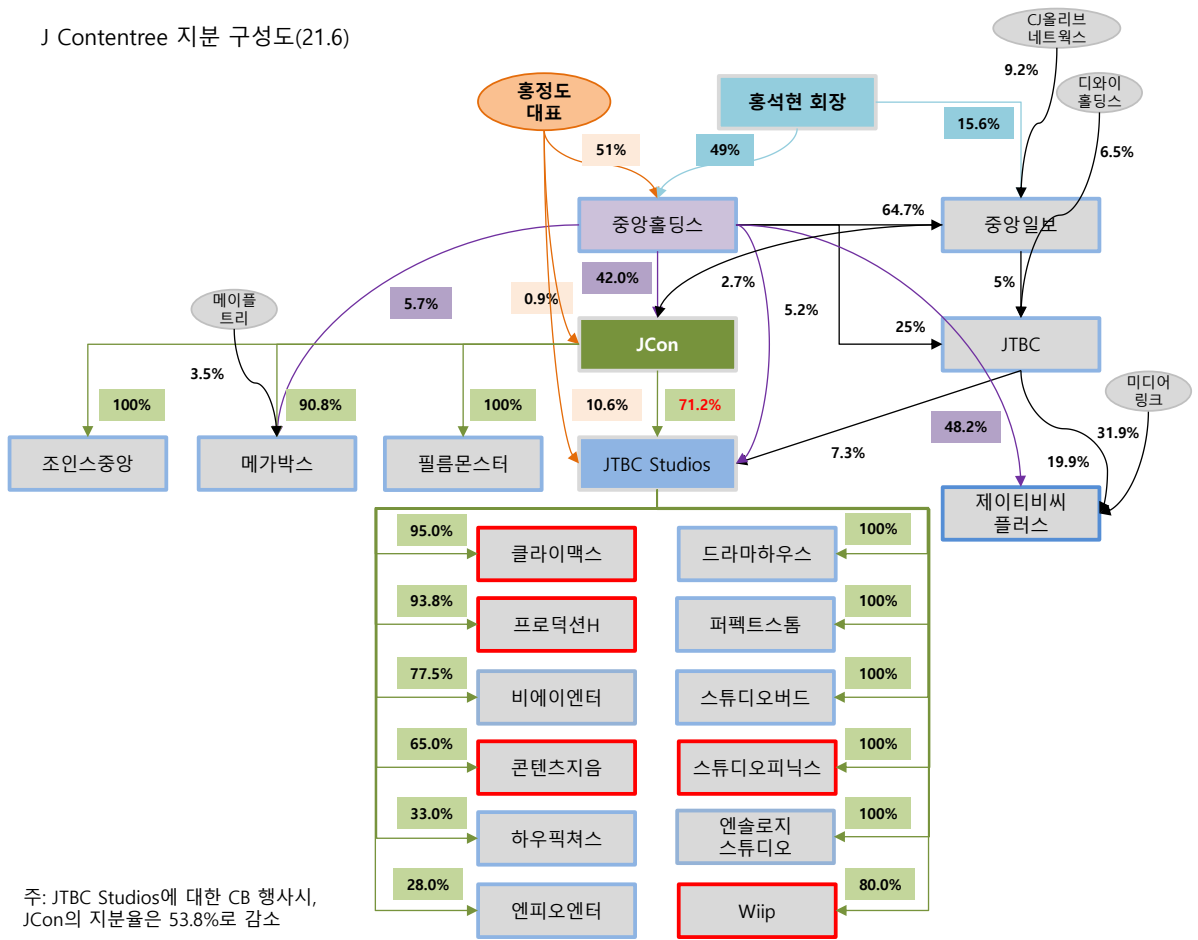
그림 2. JCon 제작 주요 작품 연평균 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

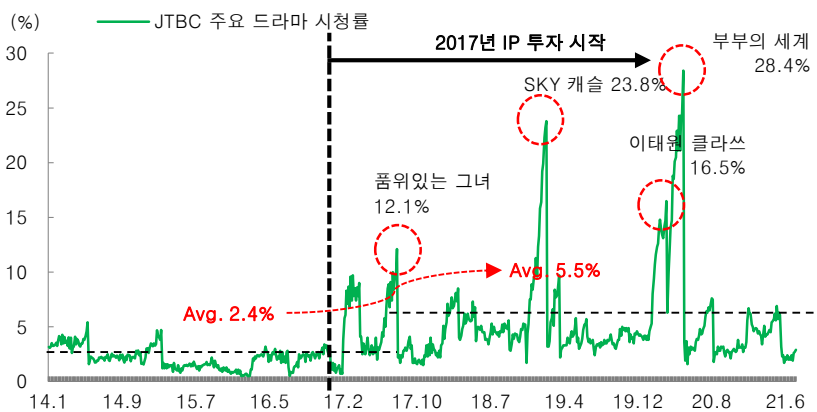
그림 3. 13 개의 제작사를 보유한 메가 스튜디오

J Contentree 지분 구성도(21.6)



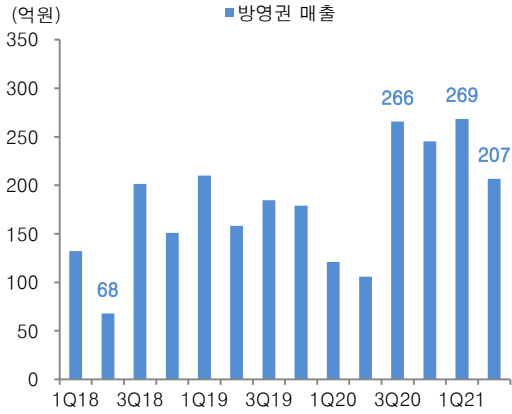
자료: JCon, 대신증권 Research Center

그림 4. JCon 제작 주요 작품 시청률



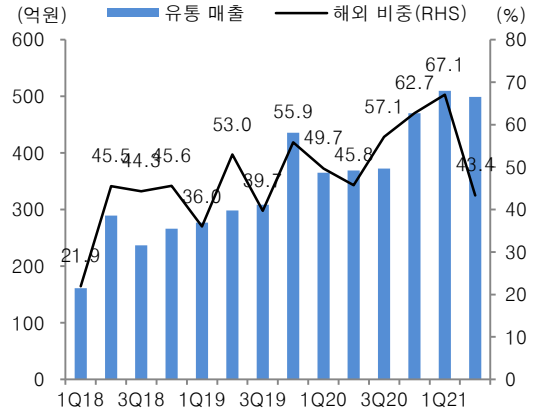
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 5. 방영권 매출



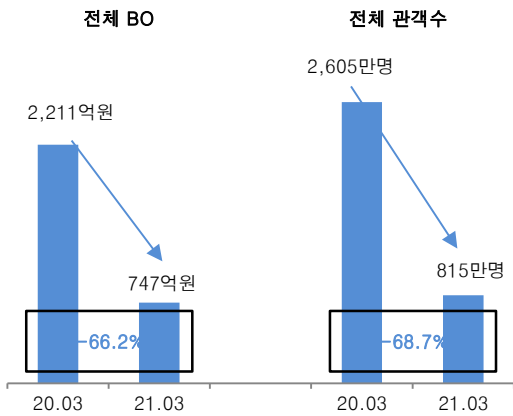
자료: JCon, 대신증권 Research Center

그림 6. 유통매출, 해외 비중 꾸준히 증가



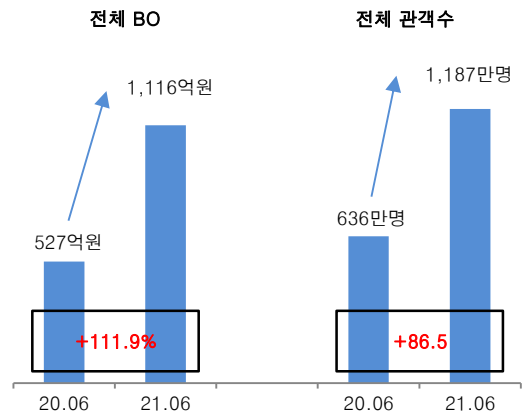
자료: JCon, 대신증권 Research Center

그림 7. 1Q21 전체 관객수 -69% yoy, BO -66% yoy



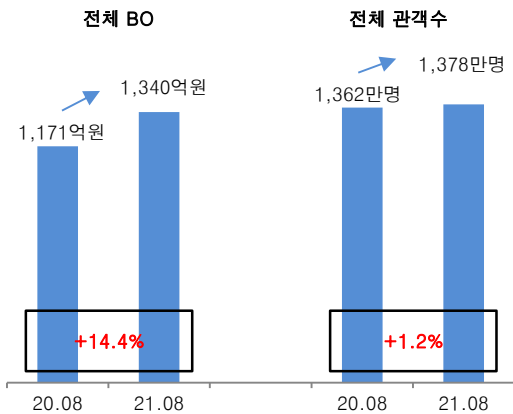
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 8. 2Q21 전체 관객수 +87% yoy, BO +112% yoy



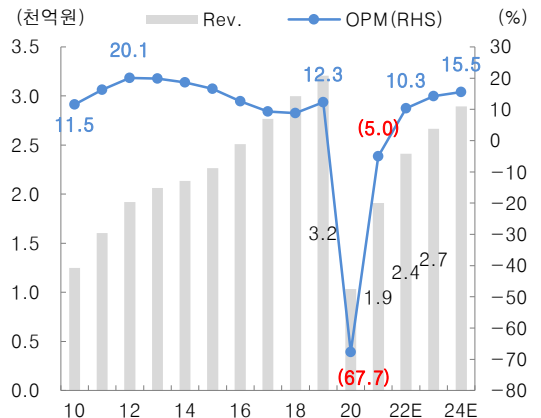
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 9. 8월 관객수 +1% yoy, BO +14% yoy



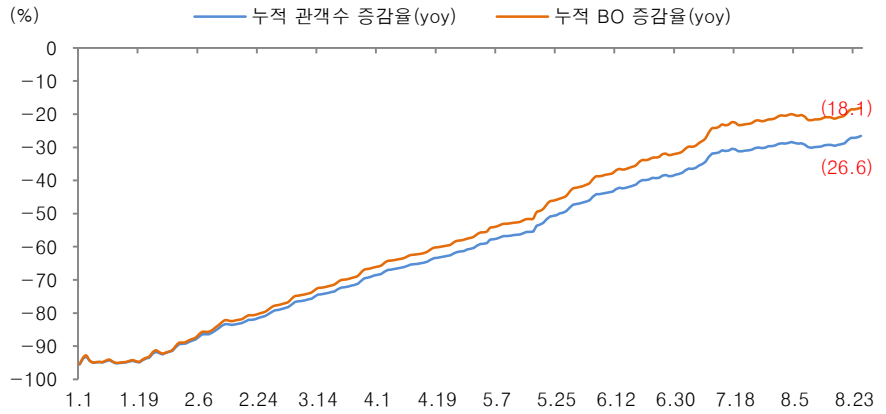
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 10. 매출보다 빠른 이익 개선 전망



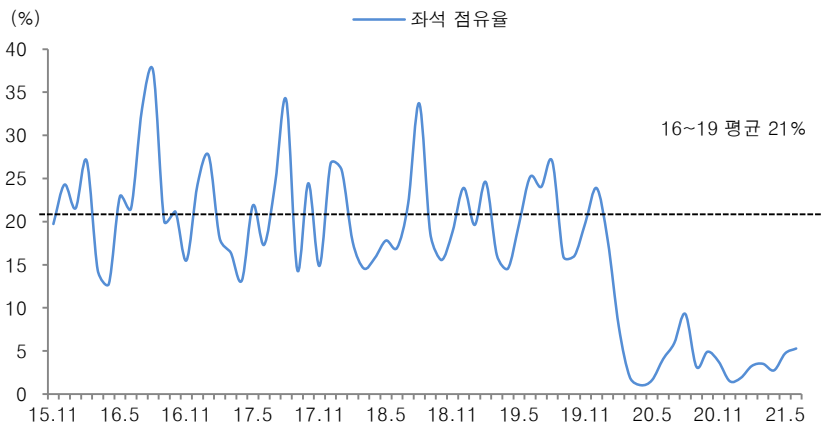
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 11. 8/25 기준 누적 BO는 20년 대비 -18%까지 회복



자료: 영화진흥위원회 대신증권 Research Center

그림 12. 극장의 평균 좌석 점유율은 21%. 띄어앉기는 리스크 요인 아님



자료: 영화진흥위원회 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

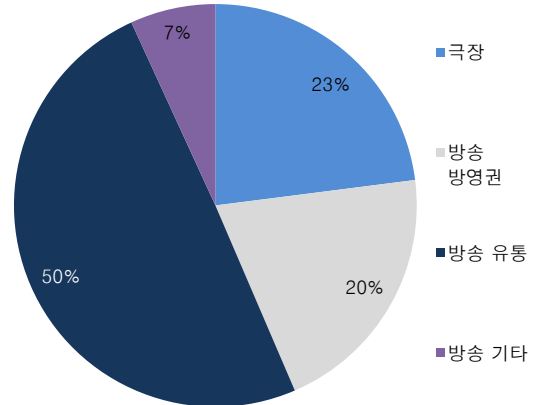
- 2020년 매출 3,643억원 영업이익 -535억원 지배순이익 -1,271억원
- 2Q21 기준 사업부문별 매출 비중 극장 23%, 방송 방영권 20%, 방송 유통 50%, 방송 기타 7%
- 2Q21 기준 주요 주주는 중앙홀딩스(유) 42.0%, 국민연금공단 11.9%

### 주가 코멘트

- 극장 코로나 영향으로 인한 개봉작 감소로 1Q21 관객수는 전년 동기대비 69% 감소. 하지만, 3월부터 주간 관객수는 반등 중. 5월부터 국내외 주요 영화들이 개봉되는 과정에서 실적도 본격적으로 개편될 것으로 전망
- 방송 제작 회사 JTBC 스튜디오의 유상증자 4천억원 자금 유입 완료. 제작편수 증가, 콘텐츠 편성 및 글로벌 사업자들의 제휴 전망
- 관객수 회복과 콘텐츠의 시청률 상승이 주가의 트리거가 될 것으로 전망

자료: 제이콘텐츠리, 대신증권 Research Center

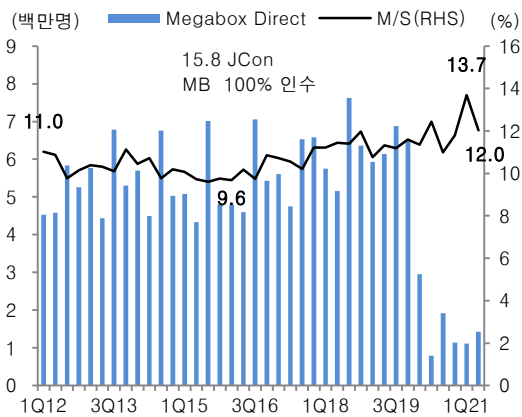
### 사업부문별 매출 비중(2Q21)



자료: 제이콘텐츠리, 대신증권 Research Center

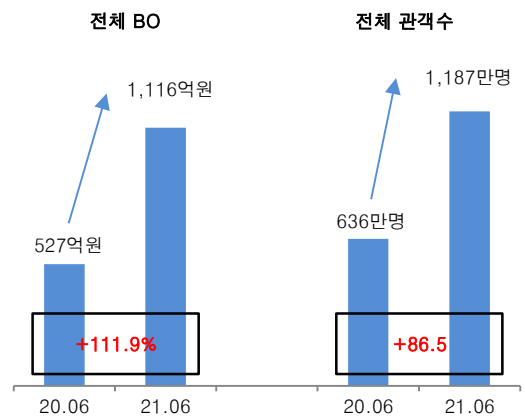
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 메가박스 직영 관객수 및 점유율(2Q21)



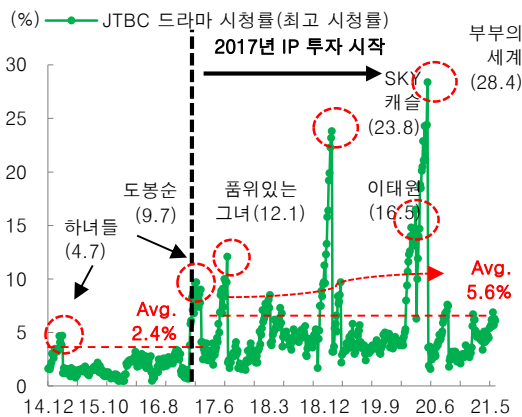
자료: 제이콘텐츠리, 대신증권 Research Center

### 그림 2. 전국 극장가 현황(2Q21)



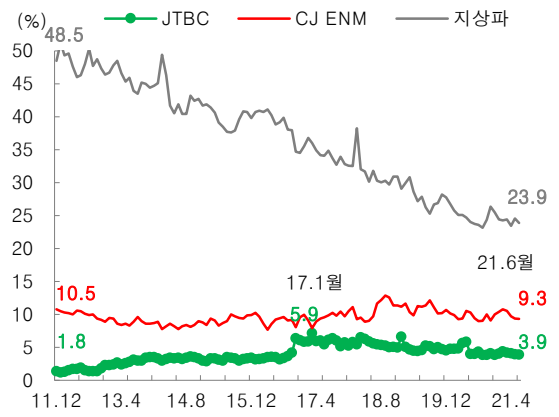
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

### 그림 3. IP 투자 시작 후 평균 시청률 증가(21.6)



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

### 그림 4. 방송사 점유율(21.6)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	530	364	612	702	811
매출원가	297	236	387	388	442
매출총이익	233	128	224	314	369
판매비와관리비	199	184	221	252	278
영업이익	34	-57	3	61	91
영업외수익	6.4	-15.6	0.6	8.7	11.2
EBITDA	122	47	18	76	105
영업외손익	-15	-112	-16	-5	-4
관계기업손익	-1	-3	-3	2	2
금융수익	7	7	8	6	6
외환평가이익	1	1	1	1	1
금융비용	-16	-93	-25	-16	-16
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-5	-23	4	3	3
법인세비용차감전순이익	19	-169	-12	56	86
법인세비용	-10	21	-2	-13	-21
계속사업순이익	9	-148	-14	43	66
중단사업순이익	2	-6	0	0	0
당기순이익	11	-154	-14	43	66
당기순이익	2.0	-42.3	-2.3	6.1	8.1
비재택분순이익	10	-19	6	10	14
재택분순이익	1	-135	-20	33	51
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	13	-154	-14	43	66
비재택분포괄이익	9	-19	6	10	15
재택분포괄이익	3	-135	-19	33	51

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	78	-8,422	-1,147	1,853	2,905
PER	494.4	NA	NA	21.2	13.5
BPS	22,129	12,112	14,029	15,426	18,331
PBR	1.7	3.1	2.8	2.5	2.1
EBITDAPS	8,480	2,912	1,084	4,291	5,963
EV/EBITDA	9.2	32.3	64.5	15.5	10.8
SPS	36,800	22,716	35,833	39,783	45,956
PSR	1.0	1.7	1.1	1.0	0.9
CFPS	8,735	3,289	6,581	9,808	11,497
DPS	0	0	0	0	1,050

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	3.7	-31.4	68.1	14.8	15.5
영업이익 증감률	-2.6	작전	흑전	1,652.1	48.2
순이익 증감률	-58.4	작전	작지	흑전	53.3
수익성					
ROIC	3.9	-9.6	0.7	7.2	10.6
ROA	3.4	-4.3	0.3	5.0	7.0
ROE	0.3	-52.6	-9.0	12.8	17.2
안정성					
부채비율	176.2	459.1	288.2	267.1	237.9
순차입금비율	110.9	309.0	138.8	120.1	95.8
이자보상비율	2.4	-2.4	0.1	3.8	5.7

자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	237	330	434	489	562
현금및현금성자산	64	125	189	229	285
매출채권 및 기타채권	101	72	112	126	144
재고자산	26	26	26	26	26
기타유동자산	46	107	107	107	107
비유동자산	925	1,145	767	767	767
유형자산	258	274	278	272	267
관계기업투자지급	11	14	20	25	31
기타비유동자산	656	858	469	469	469
자산총계	1,162	1,476	1,201	1,256	1,329
유동부채	339	645	483	484	484
매입채무 및 기타채무	119	115	116	117	117
차입금	72	239	75	75	75
유동상채무	99	233	233	233	233
기타유동부채	49	59	59	59	59
비유동부채	402	566	408	430	451
차입금	51	201	43	65	86
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채					
부채총계					
자본부분					
자본금					
자본잉여금					
이익잉여금					
기타자본변동					
비자본부분					
지분총계					
순차입금	466	815	429	411	377

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40	39	90	171	191
당기순이익	11	-154	-14	43	66
비현금성목의기감	115	207	126	130	137
감가상각비	88	103	15	15	15
외환손익	0	3	0	0	0
지분법평가손익	1	3	0	0	0
기타	26	98	111	115	122
자산부채의증감	-59	14	-3	21	18
기타현금흐름	-27	-28	-19	-23	-30
투자활동 현금흐름	-101	-345	-74	-64	-64
투자자산	-15	-18	-6	-6	-6
유형자산	-66	-41	-19	-9	-9
기타	-20	-286	-49	-49	-49
재무활동 현금흐름	-16	366	-426	-148	-148
단기차입금	9	167	-164	0	0
사채	40	285	-180	0	0
장기차입금	-1	22	22	22	22
유상증자	-2	84	65	0	0
현금배당	-1	-1	0	0	0
기타	-61	-189	-170	-170	-170
현금의증감	-78	61	64	40	56
기초 현금	142	64	125	189	229
기말 현금	64	125	189	229	285
NOPLAT	16	-50	4	47	69
FCF	34	-169	-1	51	73



[Compliance Notice]

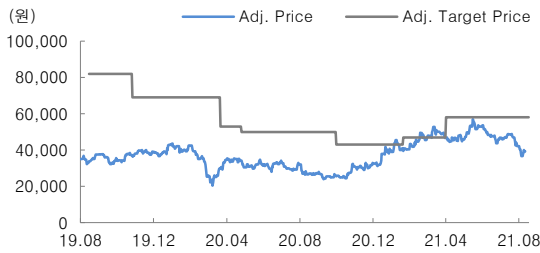
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

제이콘텐트리(036420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.08.27	21.04.16	21.02.04	20.10.15	20.05.10	20.04.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	58,000	47,000	43,000	50,000	53,000
과표율(평균%)		(18.15)	(0.70)	(23.05)	(40.66)	(36.51)
과표율(최대/최소%)		(1.72)	12.13	5.81	(30.40)	(33.11)
제시일자	19.11.10	19.08.30				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	69,000	82,000				
과표율(평균%)	(46.81)	(56.47)				
과표율(최대/최소%)	(36.88)	(53.11)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과표율(평균%)						
과표율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210824)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.0%	0.5%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상